

Luglio 2025

Tassi d'interesse e obbligazioni

Valutazione serrata degli spread malgrado rischi elevati

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread die titoli investment grade		
	Attuale	Giù. 2025*	Year-to-date*	Attuale	Giù. 2025*	Year-to-date*
US	4,2%	-16 pb	-33 pb	86 pb	-2 pb	6 pb
Eurozona	2,6%	7 pb	20 pb	94 pb	-6 pb	-8 pb
UK	4,5%	-17 pb	-9 pb	101 pb	-9 pb	5 pb
CH	0,4%	14 pb	11 pb	73 pb	-4 pb	4 pb

Redimento eurozona = Germania, pb = punti base.
* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A giugno gli spread USA si sono ristretti sulla scia della propensione al rischio degli investitori e della ripresa del mercato dopo gli annunci di dazi di aprile. Calo dei rendimenti lungo l'intera curva.
- Prevediamo tre tagli dei tassi nel secondo semestre, con un limite inferiore del 3,50% entro fine anno.

Eurozona

- Gli spread in EUR si sono ristretti (salvo per i titoli CCC) grazie a fattori tecnici. I rendimenti sovrani a 2 anni sono saliti più di quelli a 10.
- Come previsto, a giugno la BCE ha tagliato il tasso guida di 25 pb. Da due, ci aspettiamo solo un altro taglio dei tassi nel 2025. Il ciclo di tagli dei tassi dovrebbe concludersi a un livello comunque accomodante dell'1,75%.

Regno Unito

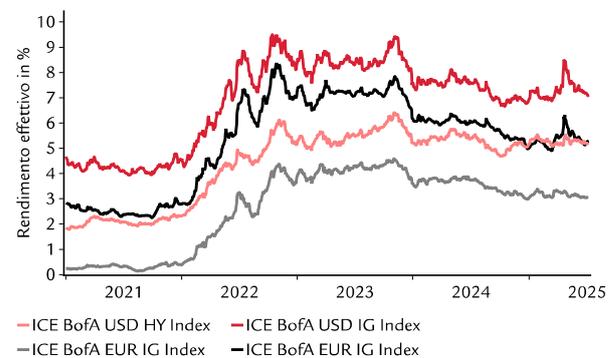
- Spread IG in calo dagli ampi livelli di aprile e aumento dei rendimenti.
- In vista di un aumento di inflazione e occupazione nel 2025 rispetto al 2024, quest'anno da agosto ci aspettiamo tre tagli dei tassi della Bank of England.

Svizzera

- Spread IG stabili a giugno, ma rendimenti in aumento lungo la curva. Tuttavia, la pendenza della curva tra i 2 e i 10 anni è pressoché invariata.
- A giugno la BNS ha tagliato il tasso guida di 25 pb. Prevediamo un altro taglio di 25 pb a settembre dato il basso tasso d'inflazione e per evitare un ulteriore apprezzamento del CHF.

Spread ridotti, ma rendimenti ancora accettabili

Rendimento (complessivo) effettivo sui mercati del credito in USD e in EUR



A giugno gli spread si sono di nuovo ristretti grazie alle notizie meno negative sui dazi, alla probabilità di recessione USA stabile (ma alta) e a rendimenti complessivi allettanti che hanno stimolato la domanda di credito. Pertanto, gli option-adjusted spread (OAS vs. titoli di Stato) sono su percentili storicamente bassi, soprattutto sul credito in USD, le cui valutazioni restano elevate. Tuttavia, come mostra il grafico sopra, i rendimenti complessivi (in valuta locale) per le classi del credito superano di circa 300 pb i livelli di metà 2021, prima dei rialzi dei tassi. Inoltre, i rendimenti complessivi attuali superano la media degli ultimi 10 anni. In termini di percentili (in base ai dati da marzo 1999), i rendimenti complessivi dell'HY e dell'IG in EUR si collocano intorno al 35-40%, mentre quelli dell'IG USA intorno al 60%. Alla luce dell'incertezza sulle politiche economiche USA, dei maggiori rischi per le prospettive macroeconomiche e il contesto (geo)politico e delle valutazioni elevate, il rischio di aumento degli spread resta alto. Rispetto al credito HY a basso rating, il credito IG dovrebbe evidenziare una buona tenuta dei fondamentali e una bassa volatilità degli spread grazie alla migliore qualità creditizia. Pertanto, a luglio prevediamo ancora un aumento degli spread HY e abbiamo aspettative neutrali per gli spread IG in EUR e USD. Quanto alla duration, il mese prossimo ci aspettiamo un calo dei tassi USA, svizzeri e dell'eurozona.

Azioni

Le guerre non destabilizzano i mercati

Panoramica delle performance dei mercati azionari

	Giu. 2025*	Year-to-date*
Stati Uniti	4,0%	5,0%
Eurozona	-1,8%	11,6%
Regno Unito	-0,5%	8,7%
Svizzera	-2,6%	4,8%
Mercati emergenti	6,3%	15,6%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.
* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Dopo un maggio brillante, a giugno i titoli USA hanno registrato lievi rialzi. La guerra in Iran e il rincaro del petrolio non hanno scalfito la performance.
- A giugno il mercato USA ha nettamente superato quelli europei, ma da inizio anno la sua sottoperformance è di oltre l'8%.
- Con questo rimbalzo, il mercato USA è di nuovo piuttosto sopravvalutato. Solo le small cap presentano valutazioni nella norma.

Eurozona

- A giugno le azioni dell'eurozona hanno sottoperformato. Hanno perso terreno soprattutto Germania e Francia, spingendo il mercato al ribasso.
- Quest'anno ottimi risultati degli stili Value e Momentum, le small cap hanno battuto le large cap.
- La valutazione del mercato europeo è salita e ora supera le medie storiche, ma lo sconto di valutazione rispetto al mercato USA resta notevole.

Regno Unito

- Il mercato britannico ha superato quello europeo, ma ha sottoperformato quello USA.
- La valutazione del mercato britannico resta bassa.

Svizzera

- Ancora sottoperformance per il mercato svizzero a giugno. Negli ultimi due mesi è indietro rispetto a quello USA di oltre l'8%.
- Come nell'eurozona, le small cap hanno battuto le large cap. A giugno il divario è aumentato.
- Valutazioni ancora eque, ma superiori a quelle dei mercati azionari non USA.

Mercati emergenti

- Sovraperformance dei mercati emergenti a giugno, guidati da Corea e Brasile.
- Le valutazioni restano eque e sono molto inferiori a quelle dei mercati sviluppati.

Aggiornamento di metà anno

A gennaio nelle nostre prospettive annuali prevedevamo un rendimento totale del 5-10% per le azioni globali. Finora l'ampio MSCI All Country World Index è in rialzo del 5,5% in valuta locale, appena sopra il limite inferiore dell'obiettivo. Il primo semestre ha visto eventi significativi, come la release di DeepSeek, i dazi del «Liberation Day» e, più di recente, la guerra tra Israele e Iran. Alla luce di questo contesto, dell'alta valutazione iniziale e dell'ottima performance del biennio precedente, ci sembra un risultato soddisfacente. Una differenza cruciale rispetto agli anni scorsi è che nel 2025 le azioni europee e dei mercati emergenti hanno sovraperformato quelle USA.

Evento	Time to bottom*	Time to recover*	Correzione (%)	Rendimento del mercato azionario (%)			
				1M	3M	6M	12M
Crisi di Cuba	7	9	-6.6	15.0	22.7	30.0	36.5
Guerra del Vietnam (1964)	15	36	-3.2	1.7	4.8	7.3	29.3
Guerra dei sei giorni	20	40	-6.5	3.3	6.5	7.7	13.0
Embargo petrolifero	27	1475	-17.1	7.3	5.6	-2.0	-28.2
Prima guerra del Golfo	50	87	-15.9	6.2	6.7	27.8	29.1
Attacchi dell'11 settembre	6	15	-11.6	11.1	18.5	19.4	-12.5
Guerra in Iraq (2003)	7	16	-5.3	8.0	15.8	20.0	32.8
Russia/Ucraina 2014	6	13	-2.0	-0.6	5.2	7.8	11.5
Russia/Ucraina 2022	20	16	-9.1	7.6	-1.3	-3.9	-4.3
Guerra tra Israele e Hamas	13	8	-5.9	10.5	18.8	23.9	42.4
Mediana	14	16	-6.6	7.5	6.6	13.6	21.1

*nei giorni di negoziazione. Fonte: Deutsche Bank, Swiss Life Asset Managers

Quali sono le prospettive per il secondo semestre e qual è l'impatto degli eventi recenti? Storicamente, di rado le guerre hanno avuto effetti negativi duraturi sui mercati azionari e i rendimenti successivi sono stati perlopiù positivi. A nostro avviso, questi modelli storici troveranno conferma anche questa volta. Le note positive per i mercati azionari sono i probabili tagli dei tassi, le notizie meno negative sui dazi, la crescita degli utili e le loro revisioni, che non indicano gravi problemi. La valutazione delle azioni non USA è aumentata, ma rimane in un intervallo equo. Gli aspetti negativi sono le alte valutazioni dei titoli USA, la guerra tra Israele e Iran e l'incertezza su dazi e politica USA. A brevissimo termine vediamo un rischio di correzione con la scadenza della sospensione dei dazi, ma fino a fine anno le azioni hanno ulteriore potenziale di rialzo. Confermiamo l'aspettativa di un rendimento totale delle azioni globali del 5-10% e la rivedremo al ribasso se la guerra in Medio Oriente si ampliasse compromettendo le forniture petrolifere. In questo contesto, stili d'investimento come Minimum Volatility, High Dividends o Protection sono decisamente interessanti.

Valute

USD: piove sul bagnato

Panoramica delle principali valute

	Giu. 2025*	Year-to-date*	A 1 mese
EUR/USD	3,1%	13,0%	↗
EUR/CHF	0,3%	-0,4%	→
GBP/USD	2,0%	9,7%	↗
USD/JPY	0,3%	-8,1%	↘

* Variazione al 26 giugno. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- A giugno l'USD è rimasto debole, deprezzandosi rispetto a tutte le principali valute tranne il JPY.
- L'USD funge ancora da valvola di sfogo nella crisi di fiducia USA. Con la fine della sospensione di 90 giorni dei dazi prevista per il 9 luglio tornerà l'incertezza, che rischia di alimentare la volatilità. Ci aspettiamo che l'USD resti debole nei prossimi tre mesi.

Eurozona

- A giugno l'EUR si è rafforzato: EUR/USD è salito superando quota 1,17.
- Dalla Fed ci aspettiamo un taglio in più rispetto al mercato, mentre sui tagli della BCE siamo in linea con il consensus, che conferma la previsione di un rialzo di EUR/USD nei prossimi tre mesi.

Regno Unito

- A giugno il GBP si è apprezzato contro l'USD, ma ha perso terreno rispetto all'EUR. Come previsto, la Bank of England ha sospeso i tagli dei tassi: le pressioni inflazionistiche restano più alte che nell'eurozona.
- Manteniamo un'aspettativa neutrale su EUR/GBP, ma prevediamo un apprezzamento del GBP rispetto all'USD nel T3.

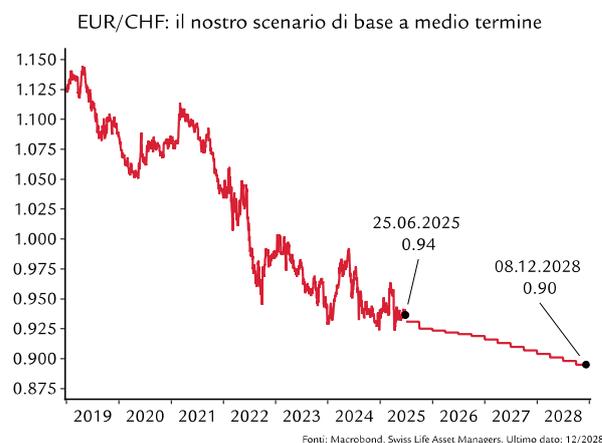
Svizzera

- A giugno il CHF è rimasto stabile rispetto all'EUR, ma USD/CHF è sceso temporaneamente sotto 0,80.
- Restiamo neutrali su EUR/CHF, malgrado il probabile passaggio a tassi negativi della BNS a settembre.

Giappone

- A giugno il JPY ha continuato a deludere con un -1,6% su base ponderata per l'interscambio.
- In previsione di un indebolimento dell'USD, siamo negativi su USD/JPY per i prossimi tre mesi.

Uno sguardo al futuro: il CHF si apprezzerà ancora



Il CHF si conferma una valuta rifugio. A giugno ha continuato ad apprezzarsi nei confronti dell'USD e USD/CHF è sceso per la prima volta sotto 0,80. Pur ritenendo che la BNS continuerà a contrastare un rapido rafforzamento del CHF mediante tassi negativi e, se necessario, interventi valutari, ci aspettiamo che il CHF si apprezzi ancora nei prossimi tre anni. Nella nostra pianificazione a medio termine formuliamo gli scenari più probabili per i prossimi tre anni. Per i mercati valutari partiamo dal presupposto che la parità di potere d'acquisto (PPP) svolga un ruolo importante nell'andamento dei tassi di cambio. La PPP si basa sull'idea che, una volta effettuata la conversione valutaria, un paniere di beni debba avere all'incirca lo stesso prezzo in ogni Paese. Il tasso di cambio in corrispondenza del quale si verifica tale equivalenza è il «valore equo». Supponendo che il differenziale strutturale tra l'inflazione in Svizzera (più bassa) e l'inflazione nell'eurozona (più alta) persisterà, il valore equo di EUR/CHF è destinato a scendere circa dell'1% ogni anno. Pertanto, l'andamento di EUR/CHF da noi previsto (cfr. grafico) e l'apprezzamento atteso del CHF nei confronti di altre valute dovrebbero mantenere stabile il CHF su base reale e ponderata per l'interscambio. In generale, ci aspettiamo che la debolezza dell'USD persista almeno per i prossimi 12 mesi. Per EUR/USD prevediamo un picco di 1,25 a metà 2026 in previsione di differenziali di rendimento reale a breve termine negativi. Successivamente, EUR/USD dovrebbe scendere a 1,19 entro fine 2028.

Asset allocation

Mercati USA in ripresa con un USD debole

Analisi

- A giugno la ripresa dei mercati azionari è proseguita, anche se brevemente interrotta dalla guerra in Iran. Mercati emergenti in testa, seguiti dagli Stati Uniti. L'Europa è il fanalino di coda.
- Rendimenti stabili per le obbligazioni globali, ma calo di quelli USA per le crescenti aspettative di tagli dei tassi. Rendimenti svizzeri in rialzo dopo i toni sorprendentemente restrittivi della BNS a giugno.
- Spread in calo a inizio giugno, ma bassi e stabili successivamente.
- L'USD ha continuato a indebolirsi, salvo registrare una breve ripresa durante l'escalation in Iran.

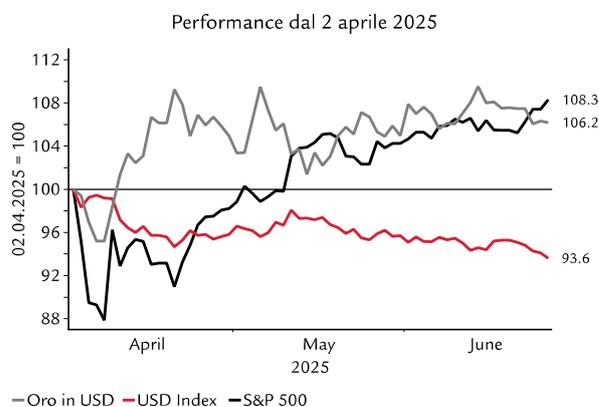
Visione attuale dell'asset allocation

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	Sovraponderazione
Obbligazioni societarie globali IG*	Sottoponderazione
Obbligazioni dei mercati emergenti	Sottoponderazione
Azioni globali	Neutrale

* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- La nostra asset allocation resta invariata: nel mese i fondamentali e gli indicatori sono rimasti stabili.
- I mercati possono anche riprendersi, ma il nostro ottimismo è offuscato dai rischi geopolitici e da quelli legati alla guerra commerciale: la scadenza del 9 luglio si avvicina e le tensioni politiche negli Stati Uniti restano elevate. La calma attuale potrebbe svanire rapidamente.
- È probabile che i rendimenti USA scendano, anche se in modo volatile. I Treasury USA dovrebbero continuare a offrire protezione in caso di brusche correzioni del mercato, come a giugno. Invece, il potenziale di calo dei rendimenti in EUR è più limitato.
- Gli spread sono molto ridotti e offrono poco valore.
- L'USD resta debole, a suggerire che per ora è opportuna una copertura valutaria maggiore, malgrado il notevole differenziale d'interesse nei confronti dell'EUR e soprattutto del CHF.

Dov'è il rischio?



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 26.06.2025

La recente reazione composta del mercato a diversi eventi economici e geopolitici sconcertanti sembra essere in contrasto con l'attuale contesto globale. L'impennata del prezzo dell'oro, l'indebolimento dell'USD e il calo volatile dei rendimenti USA sono indice di una crescente incertezza, ma a nostro avviso gli spread e le valutazioni azionarie non scontano appieno i rischi significativi della guerra commerciale, dell'instabilità geopolitica e di problemi strutturali come i cambiamenti demografici nei Paesi sviluppati. Negli anni scorsi, i timori per le valutazioni elevate sui mercati finanziari sono stati compensati dapprima da politiche monetarie estremamente accomodanti e poi da una crescita economica vigorosa, soprattutto negli Stati Uniti. Questi fattori di sostegno sono venuti meno o si sono molto indeboliti. Intanto, la tendenza globale verso una riduzione del libero scambio e i disavanzi pubblici sempre più insostenibili creano crescenti difficoltà economiche. Gran parte dei mercati finanziari sembra riflettere un notevole ottimismo basato sulla convinzione che il progresso tecnologico (ad es. i progressi nell'IA) e una politica monetaria più accomodante risolveranno questi problemi, ma un'analisi razionale suggerisce che tali aspettative sono troppo ottimistiche nel breve periodo. Pertanto, riteniamo che concentrarsi sulla gestione del rischio e adottare un approccio tattico all'investimento sia più importante che mai. Ciò significa diversificare il portafoglio più del solito e, soprattutto, agire in chiave tattica per adeguare dinamicamente l'esposizione al rischio nel breve periodo in risposta agli sviluppi significativi. Pertanto, la nostra asset allocation leggermente difensiva riflette la strategia che riteniamo adeguata mentre scriviamo.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo info@swisslife-am.com.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web www.swisslife-am.com/research



Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris.

Germania: la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

Gran Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich. **Norvegia:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo.

Italia: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.